

## **RISULTATI SPORTIVI E PERFORMANCE DI BORSA NEL CALCIO EUROPEO**

*di Anna Micaela Ciarrapico\*, Stefania Cosci\*\* e Paolo Pinzuti\*\*\**

SOMMARIO: Introduzione – 1. Calcio e borsa – 2. Indici di borsa e calcio: l'indice Dow Jones Stoxx Football – 3. Il legame tra borsa e risultati agonistici – 4. Le squadre e gli incontri nella nostra analisi – 5. La relazione tra risultati in campo e andamento del titolo delle squadre – 6. Correlazione tra risultati agonistici, titoli delle squadre e Dow Jones Stoxx Football – 7. Le stime – Considerazioni conclusive

CLASSIFICAZIONE JEL: L83 G0

PAROLE CHIAVE: *sport, risultati agonistici, performance di borsa, calcio, UEFA Champions League*

### *Introduzione*

Secondo quanto afferma una recente indagine della Federazione Internazionale delle Associazioni del Calcio (FIFA) il calcio è lo sport più diffuso e praticato al mondo: nel mondo esistono oltre un milione e mezzo di squadre di calcio, più di trecentomila clubs e in generale, tra professionisti, giovani, dilettanti e calciatori occasionali, circa duecentoquaranta milioni di persone giocano a calcio. Negli ultimi anni oltre alla grandissima importanza del calcio come fenomeno sportivo, si è assistito ad una crescente importanza dello stesso come fenomeno economico. Lo sviluppo del cosiddetto «mondo del calcio», dove l'essere competitivi è strettamente legato alla capacità di effettuare investimenti importanti, ha comportato per le società calcistiche una domanda di finanziamento sempre maggiore e conseguentemente l'ingresso nei listini di borsa è stato visto, da alcune società

---

\* Professore straordinario Università di Roma Tor Vergata, ciarrapico@med.uniroma2.it.

\*\* Professore ordinario Università LUMSA, s.cosci@lumsa.it.

\*\*\* Università di Roma Tor Vergata, paolopinzuti@yahoo.it.

calcistiche italiane ed europee, come una fonte di finanziamento vantaggiosa.

All'inizio tale fenomeno ha destato un qualche stupore negli operatori economici e il quesito che si è posto è se oltre ai risultati economici l'andamento del titolo delle squadre di calcio riflettesse anche i risultati agonistici. Obiettivo della nostra analisi è proprio quello di verificare se esiste una relazione tra andamento dei titoli delle squadre e risultati agonistici delle stesse mettendo in relazione lo scostamento tra andamento del titolo delle singole squadre e andamento del Dow Jones Stokk Index Football con il risultato agonistico ottenuto.

### 1. *Calcio e Borsa*

Come detto, nel calcio moderno la quotazione in borsa rappresenta certamente una interessante fonte di finanziamento ma dovrebbe anche comportare per le società calcistiche un maggior rigore economico – finanziario ed una più attenta diversificazione delle proprie attività. Per quanto riguarda il legame tra quotazione in borsa e rigore economico finanziario, sappiamo che il titolo di una società può entrare nel listino di borsa se sono rispettati alcuni requisiti formali quali la certificazione del bilancio degli ultimi tre anni e la capacità di generare ricavi, ed alcuni requisiti «sostanziali» quali la capacità di distribuire dividendi allo scopo di remunerare gli investitori. In Italia la legge 586 del 1996, che dà alle società calcistiche la possibilità di distribuire utili, e la riforma Draghi del 1998, che elimina la regola dei tre bilanci consecutivi in utile per accedere al listino, hanno permesso alle società calcistiche di entrare in borsa.

Un'attenta diversificazione delle attività e delle fonti di ricavo significa, invece, una maggiore stabilità dei ricavi, che vengono a dipendere in modo meno stretto dai risultati sportivi e all'umore dei tifosi, e, quindi, anche una maggiore stabilità dei titoli delle squadre. Il fatto che una società calcistica diversifichi le proprie attività per garantirsi dei ricavi stabili dipende dal poter avere il controllo *in toto* degli impianti sportivi ed in particolare dello stadio, dall'offrire prodotti e servizi complementari allo spettacolo sportivo, dall'avere una efficiente gestione (selezione e formazione) di nuovi talenti, e dallo sfruttare il «marchio» in modo da poter beneficiare in termini commerciali della popolarità della squadra.

Il modello gestionale del Manchester United, basato appunto su un'attenta diversificazione delle attività, è risultato vincente. La società calcistica ha, infatti, più che decuplicato il suo valore di mercato tra il 1991 ed il 2006, anno in cui è uscita dal listino, e gli investitori hanno dimostrato, in tale occasione, di aver acquistato fiducia nei titoli della società calcistica e di considerare il mercato dei club calcistici come un mercato potenzialmente redditizio. L'esperienza italiana e quella di altri club europei non è risultata altrettanto positiva.

In generale si ritiene che i titoli delle società di calcio presentino rischi elevati ed una volatilità sicuramente maggiore alla media spesso proprio per lo stretto legame tra i ricavi delle squadre ed i risultati agonistici. Victor Uckmar, presidente nel 1997 della Covisoc, era convinto che i titoli delle società di calcio avrebbero

avuto in borsa un corso eccessivamente variabile a causa del legame tra il loro valore ed i risultati sportivi, tanto da affermare, alla soglia dell'entrata delle squadre italiane in borsa, che sarebbero stati «titoli sconsigliati agli orfani e alle vedove».<sup>1</sup> Si leggeva ancora l'11 ottobre 1997 in un editoriale del Financial Times: «Il calcio è un affare ad alto rischio: un goal può segnare la differenza tra promozione e retrocessione, modificando radicalmente le prospettive di una squadra».

I rischi indicati tendono a tenere lontani dai titoli delle squadre di calcio soprattutto gli investitori istituzionali. Gli investitori – tifosi si avvicinano, invece, a tali titoli per motivi personali od emotivi, per il fatto che l'informazione sul calcio e sulle squadre attraverso i media li raggiunge facilmente e per il fatto che, dato l'ipotizzabile legame tra risultato del titolo e risultato agonistico, l'andamento del titolo viene percepito come prevedibile. I titoli calcistici sono, inoltre, soggetti più di altri a speculazioni. Per tali titoli, infatti, la distribuzione dei dividendi accade raramente (e quando accade si tratta di cifre non rilevanti) e durante la settimana il volume di scambio è limitato. Tali caratteristiche contribuiscono a renderli facile «preda» per speculatori professionisti che, di nuovo, cercano di sfruttare il legame tra risultato di borsa e risultato agonistico.

Analizzare se nella realtà c'è un relazione positiva e stretta tra andamento dei titoli delle squadre calcistiche e i risultati agonistici diventa, quindi, rilevante per capire se le squadre possono compensare i non “felici” risultati economico - finanziari con dei buoni risultati in campo.

## 2. *Indici di borsa e squadre di calcio: l'indice Dow Jones STOXX Football*

Il 22 aprile 2002 a New York STOXX Ltd ha annunciato la creazione del primo indice di calcio per l'Europa, il Dow Jones STOXX Index Football. In tale occasione Scott Stark, Amministratore Delegato STOXX, Ltd ha detto,<sup>2</sup> «Abbiamo colto il lungo e speciale rapporto che la Comunità europea condivide con l'essere sportivo ed in particolare con il calcio nel creare questo unico indice. La nostra speranza è che l'indice di calcio europeo sia uno strumento che consenta di monitorare le prestazioni delle squadre di calcio come attualmente viene fatto nei mercati azionari attraverso il Dow Jones Euro Stoxx 50, il Dow Jones Global Titans 50, il Dow Jones Industriale e altri indici Dow Jones STOXX». Il Dow Jones STOXX Football Index in fase di creazione comprendeva tutti i 33 club calcistici negoziati sulle borse europee. Le squadre di cui si compone l'indice appartengono a 17 paesi europei. Il Dow Jones STOXX Football Index ha una capitalizzazione flottante di mercato ponderata ridotta al 10% per evitare una posizione dominante di ogni singolo club. I coefficienti sono ricalcolati ogni terzo venerdì che precede la fine di un trimestre. Nel 2008 la composizione e la ripartizione dei pesi all'interno dell'indice era quella riportata nella tabella 1.

<sup>1</sup> V. MALAGUTTI, *I conti truccati del calcio*, Carrocci, Milano, 2002, 120.

<sup>2</sup> *Il sole 24 ore* del 29 aprile 2002.

**TABELLA 1 – PESO ASSEGNATO ALLE SQUADRE COMPRESSE NELL'INDICE DOW JONES STOXX  
CALCIO NEL 2008**

	TOTAL COMPONENTS (27)		WEIGHT
1	DK	AALBORG BOLDSPILKLUB	1.2515 %
2	NL	AFC AJAX	2.9827 %
3	SE	AIK FOOTBALL	0.4637 %
4	DK	ARHUS ELITE	6.5177 %
5	IT	AS ROMA	4.1573 %
6	TR	BESIKTAS	1.5039 %
7	GB	BIRMINGHAM CITY	1.4770 %
8	DE	BORUSSIA DORTMUND	9.0315 %
9	DK	BRONDBY IF B	5.3971 %
10	GB	CELTIC	3.5006 %
11	TR	FENERBAHCE SPORTIF HIZMET	7.5064 %
12	PT	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	0.5934 %
13	TR	GALATASARAY	8.4750 %
14	IT	JUVENTUS	6.4771 %
15	IT	S.S.LAZIO	1.4016 %
16	GB	MILLWALL HLDG	1.0128 %
17	FR	OLYMPIQUE LYONNAIS	9.6132 %
18	DK	PARKEN SPORT & ENTERTAINMENT	11.5557 %
19	GB	PRESTON NORTH END	0.2719 %
20	GB	SHEFFIELD UNITED	1.3138 %
21	DK	SILKEBORG	0.7352 %
22	GB	SOUTHAMPTON LEISURE HLDG	0.9026 %
23	PT	SPORT LISBOA E BENFICA	1.6209 %
24	PT	SPORTING	0.9597 %
25	GB	TOTTENHAM HOTSPUR	6.0536 %
26	TR	TRABZONSPOR SPORTIF YATIR	4.6523 %
27	GB	WATFORD	0.5718 %

### 3. *Il legame tra borsa e risultati agonistici*

Pochi sono gli studi che hanno analizzato formalmente il legame tra risultati di borsa e risultati agonistici nel calcio. Per l'Italia gli studi preliminari esistenti<sup>3</sup> mettono in relazione i risultati di campionato con l'andamento del titolo in borsa e raffrontano come il titolo di una squadra si è mosso concordemente con il Mibtel. I risultati evidenziano che generalmente un buon andamento del titolo delle squadre è preceduto da un buon risultato in campo ma che non sempre (generalmente poco più del 50% delle volte) un risultato positivo in campo è accompagnato ad un rialzo del titolo in borsa. Un pareggio viene spesso assimilato ad un risultato negativo ed il legame tra risultati in campo e risultati di borsa è più accentuato quando il risultato in campo è negativo (sconfitta). Meno stretto sembra il legame tra risultato di borsa e risultato agonistico per le altre squadre europee quotate in borsa. Si osserva inoltre che i volumi degli scambi sono molto più alti nei giorni dopo un incontro e che i titoli delle squadre solo parzialmente risentono dell'andamento di borsa a meno che non ci siano rialzi o ribassi molto accentuati degli indici generali.

### 4. *Le squadre e gli incontri nella nostra analisi*

La nostra analisi riguarda la relazione tra risultati di borsa e risultati agonistici per le squadre il cui titolo era compreso nella determinazione del Dow Jones STOXX Index nel 2008 (tabella 1) e che hanno giocato nelle coppe europee, UEFA ed Champions League, nel periodo compreso tra il 2003 ed il 2008. Le squadre analizzate sono quindi: Ajax, A.S. Roma, Brondby, Celtic, Juventus, Porto, S.S. Lazio, Tottenham, Besiktas, Fenerbache e Galatasaray. Delle undici squadre analizzate, tre sono italiane (Juventus, As Roma e Lazio), due inglesi (Tottenham e Celtic), una danese (Brondby), una portoghese (Porto), una olandese (Ajax) e tre turche (Besiktas, Fenerbache e Galatasaray).

Delle squadre italiane comprese nel Dow Jones Stoxx Index, la Lazio è stata la prima ad accettare, nel 1998, la sfida della Borsa, seguita dalla Roma nel 2000 e dalla Juventus nel 2001. Per tutte e tre le squadre, nel periodo di osservazione 2003-2008, i risultati di bilancio generalmente non sono stati positivi e nel caso della Juventus risultano aggravati dalla retrocessione in serie B nel 2006 e dallo stanziamento per lo stadio di proprietà nel 2007. Le tre squadre italiane hanno un business classico incentrato sull'attività sportiva calcistica, sulla raccolta pubblicitaria attraverso vari canali, sulla vendita di diritti televisivi ed sul merchandising. Tutte e tre le squadre sono state penalizzate, nel periodo di osservazione, dal non avere uno stadio di proprietà, cosa che avrebbe permesso loro di diversificare la propria attività andando a ricercare fonti di ricavo diverse. La Juventus ha avviato nel

---

<sup>3</sup> M. M. MANNIELLO, *Quotazione in borsa di società calcistiche: analisi del caso italiano e comparazione europea*, Università Bocconi, mimeo, 2003; P. P. PINZUTI, *Confronto tra performance sportiva e quotazioni di borsa delle squadre di calcio italiane*, Università di Roma Tor Vergata, mimeo, 2007.

2007 l'iter (permessi e progetto di ristrutturazione) per la realizzazione di un suo stadio che dovrebbe essere ultimato nel 2011.

Il Tottenham Hotspur Football Club ed il Celtic Football Club sono due società di calcio inglesi, la prima avente sede nell'omonimo quartiere di Londra e la seconda nella città di Glasgow, in Scozia. Il Tottenham Hotspur è stato il primo club europeo a collocare, nel 1983, proprie azioni sul mercato mobiliare; oltre alle attività tradizionali la società ha differenziato le proprie attività dedicandosi al merchandising di linee di abbigliamento e di software per biglietterie elettroniche nonché alla gestione dell'impianto sportivo e ad altre attività finanziarie. Anche il Celtic, oltre al team calcio, svolge attività commerciali legate alla concessione di servizi quali piani pensione, mutui, assicurazioni e una telefonia mobile associata al nome della squadra. I bilanci delle due squadre evidenziano una situazione negativa nei primi due anni e poi in miglioramento.

Il Brøndby IF è stato il secondo club europeo che ha deciso di intraprendere, nel 1987, la strada della quotazione in Borsa. In ambito europeo è il club danese che ha ottenuto i migliori risultati. Anche il business di questa società è incentrato sulle attività tradizionali. In questi ultimi due anni la squadra ha investito in uno stadio di proprietà. I dati di bilancio, riguardanti il periodo 2003-2008, evidenziano una situazione sempre in negativo.

Il Futebol Clube do Porto Futebol è un membro del gruppo FC Porto che comprende anche altre società sportive, alcune società di gestione dell'immagine e del marchio e una compagnia assicurativa. La società ha tre principali fonti di ricavo che sono: le entrate da stadio, la vendita dei diritti mediatici e i redditi derivanti dalla commercializzazione del marchio. Essa attira la sponsorizzazione di importanti società multinazionali. I suoi bilanci evidenziano una situazione negativa fino al 2005 e quindi in miglioramento.

L'Ajax è entrata in borsa nel maggio 1998 ed è una squadra che concentra il proprio business sulla raccolta pubblicitaria, sui diritti televisivi e sul vivaio giovanile in modo da coltivare e far emergere talenti da valorizzare nella prima squadra. Molto rilevanti sono anche le attività correlate al nuovo stadio di sua proprietà. Per quanto concerne i risultati di bilancio nel periodo sotto osservazione si alternano periodi positivi (esercizi 2003, 2004, 2007) a periodi negativi (2005, 2006).

Le tre squadre turche, tutte e tre della città di Istanbul, si muovono in un mercato borsistico caratterizzato, fino all'entrata nell'Unione Europea, da forte instabilità anche per via dell'incerta situazione politica. Il Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi è la società nata per la commercializzazione delle attività del club sportivo Beşiktaş JK che comprende varie attività sportive tra cui il calcio. La società ha un business diversificato essendo anche impegnata nell'organizzazione di tour turistici sia nazionali che internazionali e nella fornitura di servizi di intermediazione nel ramo assicurativo. I ricavi di tale società risultano in crescita negli ultimi due anni di osservazione così che la perdita di gestione è andata riducendosi nel periodo considerato. Il Fenerbahçe Sportif Hiz è la società che gestisce le attività sportive, economiche e giuridiche della squadra di calcio Fenerbahçe. Delle tre società

turche è quella che basa il suo business su attività tradizionali quali la commercializzazione e la vendita di prodotti di marchio Fenerbahçe, la gestione di sponsorizzazioni, pubblicità e diritti televisivi e la gestione dello stadio. Il Galatasaray Sportiff Sinaı, che vede il suo capitale partecipato anche da investitori americani, ha esordito sull'Istanbul Stock Exchange nel 2001 decidendo di andare in borsa senza il Club sportivo e solo con le attività commerciali correlate alla polisportiva (diritti Tv, sponsorizzazioni, pubblicità e gestione del marchio). Probabilmente tale scelta strategica ha permesso alla società di ottenere nel periodo di osservazione risultati di bilancio positivi.

Per quanto riguarda invece i risultati agonistici, gli incontri a cui si riferisce la nostra analisi sono quelli giocati dalle squadre descritte nelle Coppe europee nel periodo 2003- 2008. In totale gli incontri considerati sono 356 di cui 138 giocati nell'ambito della Coppa Uefa e 218 giocati nell'ambito della Champions League (tabella 2).

**TABELLA 2 – INCONTRI GIOCATI DALLE SINGOLE SQUADRE IN CHAMPIONS LEAGUE ED IN COPPA UEFA**

SQUADRE	INCONTRI GIOCATI	DI CUI UEFA	DI CUI CHAMPIONS
AJAX	35	10	25
A.S. ROMA	40	20	20
BRONDBY	26	22	4
CELTIC	42	16	26
JUVENTUS	30	0	30
PORTO	43	0	43
S.S.LAZIO	22	6	16
TOTTENHAM	20	20	0
BESIKTAS	38	22	16
FENERBAHCE	32	10	22
GALATASARAY	28	12	16
	356	138	218

##### 5. *La relazione tra risultati in campo e andamento del titolo delle squadre*

Come già detto il campione analizzato comprende complessivamente il risultato di 356 incontri disputati dalle squadre descritte nelle Coppe europee nel periodo 2003-2008 (tabella 2). Nella tabella 3 vengono riportati i dati riassuntivi relativi ai risultati

ottenuti dalle squadre in Coppa Uefa e in Champions League e quelli relativi all'andamento del titolo delle squadre il giorno successivo agli incontri oggetto della nostra analisi.

**TABELLA 3 – RISULTATI AGONISTICI ED ANDAMENTO DEL TITOLO DELLA SQUADRA**

SQUADRE	RISULTATO	TITOLO	TITOLO	TITOLO	TOTALE
		PERFORMANCE POSITIVA	INVARIATO	PERFORMANCE NEGATIVA	
AJAX	Vittorie	8	5	2	15
	Pareggi	2	2	3	7
	Sconfitte	4	4	5	13
	Totale	14	11	10	35
A.S.ROMA	Vittorie	10	0	10	20
	Pareggi	1	1	6	8
	Sconfitte	1	1	10	12
	Totale	12	2	26	40
BRONDBY	Vittorie	5	3	3	11
	Pareggi	1	0	7	8
	Sconfitte	1	0	6	7
	Totale	7	3	16	26
CELTIC	Vittorie	4	8	4	16
	Pareggi	2	5	1	8
	Sconfitte	1	10	7	18
	Totale	7	23	12	42
JUVENTUS	Vittorie	6	2	9	17
	Pareggi	1	0	4	5
	Sconfitte	1	0	7	8
	Totale	8	2	20	30
PORTO	Vittorie	5	3	9	17
	Pareggi	5	2	8	15
	Sconfitte	2	3	6	11
	Totale	12	8	23	43
S.S.LAZIO	Vittorie	1	1	5	7
	Pareggi	1	3	4	8
	Sconfitte	0	2	5	7
	Totale	2	6	14	22
TOTTENHAM	Vittorie	3	4	5	12
	Pareggi	1	2	2	5
	Sconfitte	0	1	2	3
	Totale	4	7	9	20
BESIKTAS	Vittorie	5	2	8	15
	Pareggi	0	1	6	7
	Sconfitte	0	4	12	16
	Totale	5	7	26	38
FENERBAHCE	Vittorie	5	6	3	14
	Pareggi	2	0	5	7
	Sconfitte	3	3	5	11
	Totale	10	9	13	32
GALATASARAY	Vittorie	1	6	3	10
	Pareggi	0	1	5	6
	Sconfitte	1	4	7	12
	Totale	2	11	15	28



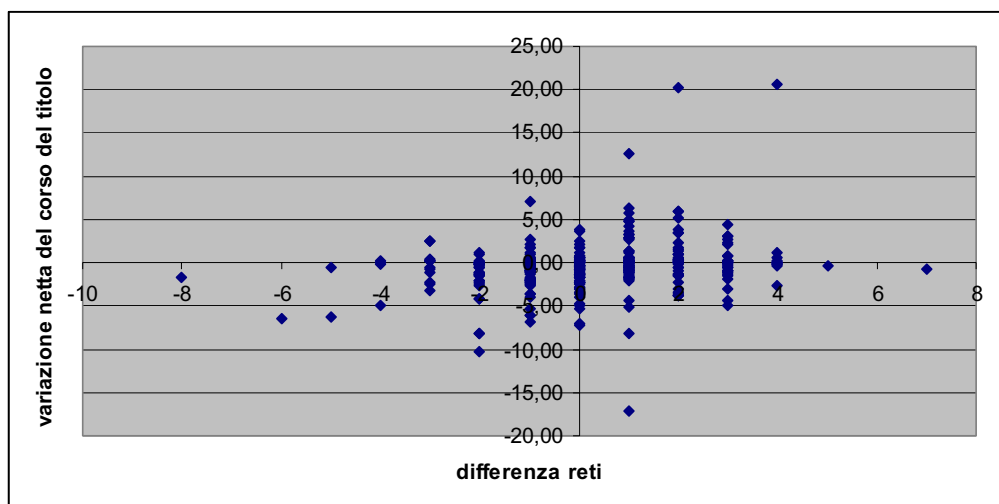
Da una analisi preliminare si può affermare che raramente succede che un risultato negativo sia seguito da un rialzo del titolo in borsa (12% dei casi). Generalmente una sconfitta è seguita da una performance negativa (61% dei casi) o tutt'al più il titolo rimane invariato (27% dei casi). Diversamente accade quando il risultato agonistico è positivo: in tal caso abbiamo un'ampia variabilità nell'andamento del titolo che nel 35% dei casi ha una performance positiva, nel 26% dei casi il titolo rimane invariato e nel 61% dei casi il titolo ha una performance negativa. Un pareggio è invece generalmente associato ad una performance negativa del titolo (61% dei casi); nel 19% dei casi il titolo rimane invariato e nel 20% dei casi fa registrare una performance positiva.

#### 6. *Correlazione tra risultati agonistici, titoli delle squadre e Dow Jones Stoxx Football*

Per poter analizzare più attentamente la correlazione tra andamento di borsa e risultati agonistici delle squadre prescelte abbiamo sviluppato la nostra analisi considerando come variabili rilevanti, sempre con riferimento alle squadre e agli incontri riportati nelle tabelle 1 – 3, la differenza reti (con segno positivo quando si tratta di vittoria e con segno negativo quando si tratta di sconfitta) e la differenza tra la variazione percentuale del titolo della squadra e la variazione percentuale dell'indice Dow Jones Stoxx Football. La variabile «differenza reti» vuole misurare non solo il risultato agonistico ma anche l'intensità di tale risultato mentre la variazione netta del corso di ciascun titolo ci permette di depurare le variazioni del corso dei singoli titoli di quella parte che risente dell'andamento complessivo della borsa, e pertanto di avere una misura migliore della valutazione data dal mercato alla squadra (che può riflettere sia il risultato agonistico sia altri fattori riguardanti la solidità economica della squadra). La variazione del titolo della singola squadra è calcolata come la variazione, in termini percentuali, del valore del titolo dal giorno dell'incontro al giorno successivo all'incontro; anche per calcolare la variazione dell'indice Dow Jones Stoxx Football abbiamo usato la variazione, in termini percentuali, del valore dell'indice dal giorno dell'incontro al giorno successivo all'incontro.

Nel grafico sottostante sono riportati i valori delle due variabili per l'intero campione mentre nella tabella 4 sono riportati i valori degli indici di correlazione per singola squadra, per tipologia di competizione e complessivo e per tipologia di campionato. Nell'ultima colonna della tabella 4 sono riportati i valori dell'indice di correlazione separatamente in caso di vincita e in caso di perdita.

Il valore dell'indice di correlazione calcolato sul complessivo degli incontri in Champions League e in Coppa Uefa è pari a 0,23 e testimonia che, anche se esiste una correlazione positiva tra i risultati agonistici e l'andamento di borsa, essa risulta comunque tenue in quanto altri fattori concorrono ad influenzare in misura significativa le variazioni dei titoli delle squadre di calcio. Una più attenta analisi suggerisce che questi altri fattori possano essere relativamente meno rilevanti per quelle società il cui *core business* è comunque legato al calcio (Ajax, Celtic, Roma, Juventus).

**GRAFICO 1 - CORRELAZIONE TRA RISULTATI AGONISTICI E ANDAMENTO DI BORSA SULL'INTERO CAMPIONE****TABELLA 4 - CORRELAZIONE TRA DIFFERENZA RETI E VARIAZIONE NETTA DEL CORSO DEI TITOLI\***

	<i>CHAMPIONS LEAGUE</i>	<i>COPPA UEFA</i>	<b>TUTTO IL CAMPIONE</b>
<b>TOTALE</b>	<b>0,2492</b>	<b>0,2195</b>	<b>0,2325</b>
GALATASARAY	0,0126	0,1159	
JUVENTUS	0,3563		
BESIKTAS	0,1207	0,0920	
CELTIC	0,3999	0,1864	
AIAX	0,4988	0,3696	
ROMA	0,3929	0,4422	
PORTO	0,0335		
LAZIO	0,2836	-0,6939	
FENERBAHCE	0,2263	0,2680	
TOTTENHAM		0,2624	
BRONDBY		0,0937	

\* Differenza tra la variazione del titolo di ciascuna squadra e la variazione dell'indice Dow Jones\ Stoxx Football

## 7. Le stime

Abbiamo quindi sottoposto a stima la relazione tra andamento di borsa, come rappresentato dalla differenza tra la variazione percentuale del corso del titolo della squadra e la variazione percentuale dell'indice Dow Jones Stoxx Football (*variazione del corso del titolo*), e il risultato agonistico rappresentato dalla differenza reti negli incontri inclusi nel campione (*differenza reti*). Nell'effettuare le regressioni sono state inserite nella relazione stimata alcune variabili di controllo che colgono altri fattori che potrebbero influenzare il corso del titolo. Tra queste sono state inserite una *dummy* che assume valore pari a 1 se la partita risulta giocata in casa e pari a 0 se la partita è giocata fuori casa (*dummyscasa*) e la differenza tra il valore del *ranking* uefa pubblicato annualmente relativo alla squadra in oggetto e quello relativo alla squadra avversaria (*differenza di ranking*),<sup>4</sup> per tener conto dell'effetto delle aspettative di rialzo del titolo in risposta ad un risultato atteso di probabile vincita della squadra in oggetto. Sono state inoltre inserite nelle regressioni delle *dummies* che tengono conto delle caratteristiche dei diversi campionati cui si riferiscono i risultati considerati nel campione: una *dummy* che indica se la partita appartiene ad una fase dei campionati a gironi o ad eliminazione (*dummyelim*) e delle *dummies* temporali per distinguere i vari campionati dal 2003 al 2008.

Nella tabella 5 sono riportati i risultati dell'analisi econometrica dalla quale risulta che la variazione netta del corso dei titoli è influenzata significativamente e positivamente sia dalla differenza reti sia dalla differenza di ranking tra le squadre. Tutte le altre variabili di controllo non influenzano il corso dei titoli in modo significativo. I risultati sono confermati sia nelle stime effettuate con il metodo dei Minimi quadrati generalizzati sia in quelle effettuate con gli effetti fissi che ci consentono di tenere conto anche di tutte le variabili inosservate che influenzano specificamente il corso dei titoli della squadra in oggetto rispetto al corso degli altri titoli.

---

<sup>4</sup> Poiché in alcuni sporadici casi ad alcune squadre avversarie negli anni di osservazione non corrispondeva uno specifico valore del ranking uefa a questo è stato sostituito il valore medio del paese di appartenenza della squadra stessa.

TABELLA 5 - LE DETERMINANTI DELLA VARIAZIONE NETTA DEL CORSO DEI TITOLI DELLE SQUADRE DI CALCIO

<i>Variabile dipendente</i>	Generalized least squares		Generalized least squares		Fixed-effects (within) regression		<i>Fixed-effects (within) regression</i>	
<i>varcorso</i>	Number of obs = 354 Wald chi2(4)=20.18 Prob > chi2 =0.0005		Number of obs = 354 Wald chi2(4)=20.38 Prob > chi2 =0.0012		Number of obs = 354 F(9,334) = 2.98 Prob > F = 0.0020		<i>Number of obs= 354</i> <i>F(9,334) = 2.98</i> <i>Prob &gt; F = 0.0020</i>	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	<i>Coef.</i>	<i>Robust Standard Error</i>	<i>Coef.</i>	<i>Robust Standard Error</i>	<i>Coef.</i>	<i>Robust Standard Error</i>	<i>Coef.</i>	<i>Robust Standard Error</i>
cons	-0.36	0.17	0.07	0.56	-0.21	0.20	0.40	0.96
Diffreti	0.24 ***	0.06	0.25***	0.60	0.40***	0.09	0.41***	0.09
dummyscasa	-0.31	0.22	-0.34	0.22	-0.30	0.29	-0.29	0.30
dummyselim	-0.19	0.21	-0.28	0.21	-0.44	0.34	-0.50	0.36
diffrank	0.0002**	0.00008	0.0002**	0.00008	0.0001*	0.00007	0.0001**	0.00007
t1			-0.68	0.58			-0.77	1.08
t2			-0.50	0.56			-0.66	1.00
t3			-0.09	0.56			-0.69	0.90
t4			0.05	0.55			-0.44	0.90
t5			-0.21	0.57			0.50	0.91
* ** *** indicano significatività rispettivamente al 10, 5 e 1%. Nota: gli errori sono robusti alla eteroschedasticità								

I risultati delle regressioni suggeriscono che un buon risultato in campo, misurato dalla differenza reti, concorre a determinare un aumento del corso del titolo della squadra vincente mentre una sconfitta tende a determinarne una diminuzione. Inoltre il corso dei titoli risulta essere influenzato significativamente anche dalle aspettative di un risultato coerente con la differenza di ranking rispetto alla squadra avversaria: il corso del titolo di una squadra che incontra un'avversaria più debole tende ad aumentare mentre al contrario quello di una squadra che incontra un'avversaria più forte tende a diminuire. I risultati sono robusti all'introduzione sia di dummies relative a diversi campionati (colonne 2 e 4) che di effetti fissi di squadra (colonne 3 e 4).

### *Considerazioni conclusive*

I risultati della nostra analisi empirica sembrano dare supporto all'ipotesi che le squadre di calcio quotate in borsa possano, in una qualche misura, compensare i

deboli risultati di bilancio con dei buoni risultati «in campo». Si registra, infatti, una significativa influenza positiva del risultato degli incontri, approssimato dalla differenza reti, sulla variazione del corso dei titoli al netto della variazione dell'indice generale. Gli investitori in borsa nel caso delle società calcistiche guardano, oltre che alla solidità finanziaria delle stesse, anche ai risultati agonistici.

Il successo sportivo può agire sul risultato di borsa sia direttamente, attraverso l'attaccamento e l'emotività degli investitori tifosi e la ricerca di profitti da parte degli speculatori, che indirettamente attraverso il legame tra risultato in campo e performance economica. Come abbiamo visto nel corso della nostra analisi l'elevata volatilità ed il rischio associato ai titoli delle squadre di calcio tengono lontani dall'acquisto gli investitori istituzionali. Diversamente avviene invece per l'investitore – tifoso che acquista i titoli della squadra del cuore per il rapporto emotivo che lo lega a questa e perché ritiene comunque di investire in un mercato a lui noto e prevedibile. I risultati delle nostre regressioni sono coerenti con l'ipotesi che sia l'investitore tifoso sia gli speculatori, alla ricerca di situazioni vantaggiose, siano maggiormente invogliati a comprare i titoli di una squadra che vince e a comprarli in misura tanto maggiore tanto più grande è la differenza reti e tanto più debole la squadra avversaria (in termini di ranking uefa).

Per quanto riguarda invece il legame indiretto tra risultati sportivi e performance di borsa questo dipende dalla relazione tra performance sportiva e variabili economiche e quindi dal circolo vizioso esistente tra investimenti in talenti, performance sportiva e ricavi di una squadra. Ci si chiede se i maggiori costi che devono essere sostenuti per acquistare i giocatori di talento, la cui presenza permette di raggiungere risultati positivi in campo soprattutto nelle Coppe europee dove il livello competitivo è maggiore, siano bilanciati da maggiori ricavi. Non tutti i *club* hanno la stessa capacità manageriale di trasformare le vittorie nella competizione in successi commerciali che possano portare ad un miglioramento del risultato economico e quindi a maggiore solidità e stabilità del titolo. Una buona performance sportiva, tramite la realizzazione di maggiori ricavi, potrebbe, infatti, portare ad un miglioramento del risultato economico che si potrebbe tradurre in un miglior risultato del titolo delle squadre quotate in borsa.

Tuttavia le deludenti performance borsistiche delle società di calcio non possono essere migliorate solo vincendo di più. Per ottenere migliori risultati di borsa bisogna infatti passare da una gestione «passionale ed emotiva» delle società quotate in borsa ad una gestione basata su solidi criteri aziendali. Per perseguire l'obiettivo di un adeguato sviluppo economico finanziario e di una soddisfacente performance sportiva delle società di calcio sembra imprescindibile la necessità di introdurre tecniche di gestione manageriali e una cultura d'impresa basata sull'orientamento al marketing. Occorre, cioè, che le squadre italiane ed europee abbandonino il modello fino ad oggi perseguito di società «perennemente» in perdita che devono la loro sopravvivenza al mecenatismo dei proprietari.

Le soluzioni proposte evidenziano come si renda necessario da un lato contenere i costi di gestione, soprattutto salari e stipendi, e dall'altro aumentare

l'entità dei ricavi adottando strategie di diversificazione tramite l'offerta di servizi complementari allo spettacolo sportivo, gestendo efficientemente la formazione e la selezione di nuovi talenti, sviluppando attività commerciali (merchandising, sponsorizzazioni) che consentano un più ampio sfruttamento dell'immagine dei club e possibilmente gestendo uno stadio di proprietà.

*Riferimenti bibliografici*

- ANDERSON P. – AYTON P. – SCHMIDT C., *Myths and Facts about Football*, Cambridge Scholars Publishing, Cambridge 2008
- BEHA O. – DI CARO A., *Indagine sul calcio*, Bur, Milano 2006.
- BRAGHERO M., PERFUMO S., RAVANO F., *Per sport e per business. È tutto parte del gioco*, F. Angeli, Milano 1999.
- FALSANISI G., GIANGRECO E. *Le società di calcio del 2000: dal marketing alla quotazione in borsa*, Rubbettino 2001.
- GIANGRECO E.F., *La fabbrica del pallone. La gestione delle aziende calcistiche*, Rubbettino, Catanzaro, 2006.
- LAGO U. – BARONCELLI A. – SZYMANSKI S., *Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari*, Egea, Milano 2004.
- SALVATORI S. – REDAELLI F., *Il calcio in borsa: è gol?*, in *Amministrazione & Finanza*, n.11/1998.
- SZYMANSKI S. – KUYPERS T., *Winners & Losers. The business strategy of football*, Viking, Suffolk 1999.

*Articoli di quotidiani*

- LEPIDO D., *Il modello estero: tifosi nell'azionariato*, in *Il Sole 24 Ore*, 14/05/06.
- NIADA M., «*Borsa e partite? Incompatibili*» in *Il Sole 24 Ore*, 14/05/06.
- NIADA M., *Il binomio pallone-listino non seduce più la City*, in *Il Sole 24 Ore*, 13/05/06.
- SCARCI E., *Il grande business è fuori dallo stadio*, in *Il Sole 24 Ore*, 22/05/06.
- VERONESE L., «*I club quotati lascino la Borsa*», in *Il Sole 24 Ore*, 12/05/06.

**Siti Internet**

<http://brondby.com/>  
<http://it.finance.yahoo.com>  
[www.ajax.nl](http://www.ajax.nl)  
[www.asroma.it](http://www.asroma.it)  
[www.bjk.com.tr/tr/](http://www.bjk.com.tr/tr/)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.borsaconsult.it](http://www.borsaconsult.it)  
[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)  
[www.calcioinborsa.com](http://www.calcioinborsa.com)  
[www.celticfc.net/splash.aspx](http://www.celticfc.net/splash.aspx)  
[www.consob.it](http://www.consob.it)  
[www.corriere.it](http://www.corriere.it)  
[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)  
[www.europa.eu](http://www.europa.eu)  
[www.european-football-statistics.co.uk](http://www.european-football-statistics.co.uk)  
[www.fenerbahce.org/](http://www.fenerbahce.org/)  
[www.figc.it](http://www.figc.it)  
[www.footballeconomy.com](http://www.footballeconomy.com)  
[www.footballfinance.co.uk](http://www.footballfinance.co.uk)  
[www.forbes.com](http://www.forbes.com)  
[www.francefootball.com](http://www.francefootball.com)  
[www.ft.com](http://www.ft.com)  
[www.galatasaray.org/](http://www.galatasaray.org/)  
[www.gazzetta.it](http://www.gazzetta.it)  
[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)  
[www.juventus.com](http://www.juventus.com)  
[www.lastampa.it](http://www.lastampa.it)  
[www.fcporto.pt](http://www.fcporto.pt)  
[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)  
[www.soccerinvestor.com](http://www.soccerinvestor.com)  
[www.sportbusiness.co](http://www.sportbusiness.co)  
[www.sslazio.it](http://www.sslazio.it)  
[www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)  
[www.thompson.com](http://www.thompson.com)  
[www.tottenhamhotspur.com/](http://www.tottenhamhotspur.com/)  
[www.uefa.com](http://www.uefa.com)  
[www.wallstreetitalia.com](http://www.wallstreetitalia.com)  
[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)  
[www.worldsoccer.com](http://www.worldsoccer.com)

I dati di borsa sono stati acquisiti da [www.datiok.com](http://www.datiok.com)



## Appendice

## AIAX UEFA

Risultato	Diff reti	Var.Titolo	Var.DJSF	Tit-DJSF	Diff rank
2 1	1	3,86	-0,97	4,83	44,047
0 2	-2	-7,7	0,5	-8,2	44,047
5 2	3	0	-0,8	0,8	53,719
4 0	4	0,11	0,1	0,01	53,719
3 0	3	0	0,03	-0,03	32,917
0 0	0	-0,11	0,26	-0,37	15,871
0 2	-2	0,57	0,68	-0,11	27,634
3 0	3	0	-0,12	0,12	50,659
0 3	-3	0	-0,13	0,13	2,355
3 1	2	0	-0,23	0,23	2,355

## AIAX CHAMPIONS

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit-DJSF	Diff rank
1 1	1	-1,38	0,48	-1,86	-41,277
2 1	1	1,85	-2,4	4,25	41,277
0 1	-1	1,67	0,009	1,661	48,908
2 0	2	3,55	-0,34	3,89	4,719
1 0	1	2,19	-0,64	2,83	-23,111
2 3	-1	-1,54	-0,6	-0,94	23,111
0 1	-1	0	0,8	-0,8	-48,908
1 2	-1	0	0,03	-0,03	-4,719
0 1	-1	1,22	-0,98	2,2	-51,248
0 4	-4	0	-0,2	0,2	57,084
3 0	3	4,29	-0,04	4,33	34,235
1 2	-1	1,23	-0,03	1,26	-34,235
1 2	-1	-1,06	1	-2,06	36,284
2 2	0	0	0,7	-0,7	-57,084
1 0	1	2,05	1,2	3,25	13,3
2 2	0	0,84	-1,26	2,1	-32,469
3 1	2	5,15	0,05	5,1	32,469
1 1	0	2,56	0,06	2,5	-8,922
1 2	-1	-0,53	-0,14	-0,39	-41,719
2 0	2	0	-0,97	0,97	35,608
2 4	-2	-1,63	0,8	-2,43	-45,275
2 1	1	-1,92	0,06	-1,98	8,922
0 0	0	0	-0,1	0,1	41,719
2 2	0	-2,16	1,9	-4,06	-49,046
0 1	-1	-0,58	-0,3	-0,28	49,046

**BESIKTAS UEFA**

Risultato	Diff reti	Vari titolo	Var DJSF	Tit-DJSF	Diff rank
2 3	-1	-0,82	0,05	-0,87	-106,694
0 2	-2	-3,42	0,74	-4,16	-106,694
1 1	0	-0,97	0,4	-1,37	24,43
1 0	1	-1	0,77	-1,77	24,43
3 1	2	4,95	1,5	3,45	6,306
1 2	-1	-3,57	0,078	-3,65	14,775
1 1	0	-4,72	0,2	-4,92	20,128
2 3	-1	-2,05	0,11	-2,16	-33,875
1 0	1	-3,91	1,2	-5,11	36,552
5 1	4	-3,05	-0,46	-2,59	36,552
0 1	-1	-0,79	0,06	-0,85	32,796
4 1	3	-0,85	0,65	-1,5	32,796
1 1	0	-1,71	-0,3	-1,41	17,008
0 3	-3	0	0,6	-0,6	1,546
1 1	0	-0,88	-0,2	-0,68	19,403
3 1	2	-2,86	0,24	-3,1	23,133
2 0	2	1,34	-0,88	2,22	17,618
2 2	0	-2,08	0,15	-2,23	17,618
0 2	-2	0	-0,014	0,01	17,684
1 2	-1	0	-0,009	0,01	16,253
2 1	1	0	-0,05	0,05	-11,347
1 2	-1	-0,41	0,95	-1,36	-19,326

**BESIKTAS CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff Rank
0 2	-2	-4,1	0,009	-4,11	-72,66
2 0	2	0	-0,3	0,3	-36,675
1 2	-1	-4,62	-0,6	-4,02	-16,48
1 0	1	-2,06	-0,6	-1,46	-16,48
1 1	0	0	0,8	-0,8	-72,66
0 2	-2	-10,19	0,03	-10,22	-36,675
1 0	1	-7,94	0,28	-8,22	41,426
3 0	3	-4,62	-0,3	-4,32	41,426
1 1	0	-10,55	-3,6	-6,95	33,922
2 0	2	0,41	-0,018	0,43	33,922
0 2	-2	0	1,2	-1,2	-7,915
0 1	-1	-1,83	0,56	-2,39	-36,316
2 1	1	1,46	0,35	1,11	-68,827
0 8	-8	-1,96	-0,2	-1,76	-68,827
2 1	1	0,5	-0,15	0,65	-7,915
0 2	-2	-1,45	-0,03	-1,42	-36,316

**BRONDBY UEFA**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit -DJSF	Diff Rank
3 0	3	0	-0,25	0,26	19,979
2 0	2	-4,2	-0,8	-3,38	19,979
1 0	1	-0,71	1,3	-1,99	4,692
1 0	1	0	0,8	-0,84	4,692
1 2	-1	-1,16	0,06	-1,09	-18,879
5 2	3	4,3	0,16	3,05	-18,879
0 1	-1	-1,89	0,5	-2,43	-112,592
1 2	-1	0,9	0,75	0,15	-112,592
0 0	0	-2,8	-0,28	0,28	17,898
1 1	0	-4,31	0,64	0,64	17,898
2 0	2	3,09	0,062	0,06	0,789
1 2	-1	-2,87	0,065	0,07	0,789
2 0	2	-2,47	0,061	0,06	12,458
2 4	-2	-2,52	-0,095	-0,1	-18,793
1 1	0	-1,28	0,65	0	-9,65
0 3	-3	-2,72	0,31	0,31	-0,515
3 1	2	0	-0,09	-0,1	21,993
0 0	0	0,68	-0,5	-0,5	21,993
0 0	0	-2,61	-0,015	-0,02	22,713
4 0	4	0,65	-0,018	-0,02	22,713
0 4	-4	-4,05	-0,088	-0,09	7,633
2 2	0	-1,39	-0,13	-0,13	7,633

**BRONDBY CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var.titolo	Var.DJSF	Tit-DJSF	Diff rank
0 2	-2	4	1,4	2,6	15,641
3 1	2	2,41	-0,78	3,19	15,641
2 2	0	-5,68	-1,2	-4,48	-19,676
1 3	-2	-2,86	0,053	-2,913	-19,676

**CELTIC UEFA**

Risultato	Diff reti	Var titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
4 0	4	0	-0,13	0,13	55,188
1 0	1	0	-5	5	55,188
4 0	4	0	0,6	0,6	38,972
1 0	1	1,14	-2,56	3,7	38,792
1 2	-1	1,03	0,54	0,49	-67,379
2 0	2	0	0,01	-0,01	-19,547
0 1	-1	-7,27	-0,65	-6,13	7,937
3 1	2	-0,99	0,41	-1,4	7,937
0 0	0	0	-1,23	1,23	-67,379
2 3	-1	-1	-0,89	-0,11	-19,547
3 0	3	0	0,54	-0,54	37,686
0 1	-1	0	0,75	-0,75	37,686
1 0	1	3,76	0,94	2,82	-73,75
0 0	0	1,4	0,67	0,73	-73,75
1 1	0	0	0,42	-0,42	18,25
0 2	-2	0	0	0	18,25

**CELTIC CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit -DJSF	Diff rank
1 3	-2	0	1,15		-73,75
1 3	-2	-1,26	0,84	-0,42	-38,931
0 2	-2	0	0,02	-0,02	43,3
1 0	1	0	-0,22	0,22	43,3
1 1	0	0	-0,19	0,19	-73,75
0 0	0	0	0,42	-0,42	-38,931
0 5	-5	-3,6	2,6	-6,2	59,626
4 0	4	0	0,39	-0,39	59,626
2 3	-1	0	0,29	-0,29	-40,927
1 0	1	1,03	-0,29	1,32	43,43
3 0	3	3,88	0,9	2,98	8,47
0 3	-3	0,00	0,74	-0,74	8,47
1 0	1	12,4	-0,12	12,52	-40,927
1 3	-2	-2,14	0,17	-2,31	43,43
0 0	0	-7,69	-0,4	-7,29	-71,744
0 1	-1	-7,21	-0,37	-6,84	-71,744
1 1	0	0	-3,6	3,6	34,144
1 1	0	1,69	-0,018	1,708	34,144
0 2	-2	0	1,2	-1,2	17,338
2 1	1	-0,41	0,5	-0,91	-71,744
0 1	-1	0	0,35	-0,35	-5,043
1 0	1	-0,79	-0,2	-0,59	-5,043
2 1	1	0	-0,15	0,15	17,338
0 1	-1	0	0,38	-0,38	-71,744
2 3	-1	0	-0,2	0,2	-65,824
0 1	-1	-0,37	0,2	0,57	-65,824

**FENENBAHCE UEFA**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
0 1	-1	-1,55	0,16	-1,71	-22,454
4 1	3	2,42	0,26	2,16	-22,454
2 1	1	0,44	-0,88	1,32	22,427
3 0	3	0	0,13	-0,13	22,427
0 1	-1	0,99	0,014	0,98	-47,95
3 0	3	-1,46	0,46	-1,92	-8
1 0	-1	-1,46	0,68	-2,14	-15,003
2 2	0	-0,97	0,067	-1,04	12,06
3 3	0	0,46	-0,127	0,59	-27,204
2 2	0	-1,37	-0,2	-1,17	-27,204

**FENERBAHCE CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var.titolo	Var.DJSF	Tit-DJSF	Diff Rank
1 3	-2	0	0,48	-0,48	-97,318
3 0	3	0	0,3	-0,3	-60,237
3 3	0	-1,26	0,11	-1,37	-20,294
2 0	2	-1,23	0,24	-1,47	-20,294
0 4	-4	0	-0,09	0,09	-97,318
2 0	2	0,57	0,17	0,4	-60,237
4 0	4	0	0,079	-0,079	27,52
0 5	-5	0,43	1	-0,57	27,52
1 3	-2	-1,32	-0,097	-1,223	-8,757
2 2	0	1,36	0,5	0,86	-8,757
1 0	1	0	-0,58	0,58	-4,803
2 0	2	0,97	-0,018	0,988	-4,803
1 0	1	0	-0,006	0,006	-71,017
2 2	0	-2,75	-0,55	-2,2	-17,129
0 0	0	-1,83	-0,38	-1,45	-45,204
2 0	2	0,84	-0,63	1,47	-45,204
0 3	-3	-1,59	0,75	-2,34	-71,017
3 1	2	-3,08	-0,79	-2,29	-17,129
3 2	1	-0,51	-0,25	-0,26	-51,368
2 3	-1	0	0,24	-0,24	-51,368
2 1	1	0	-0,18	0,18	-73,527
0 2	-2	0,93	1,03	-0,1	-73,527

**GALATASARAY UEFA**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
2 2	0	-1,64	0,6	-2,24	32,306
0 3	-3	-1,67	0,75	-2,42	32,306
0 1	-1	-1,61	-0,98	-0,63	44,207
1 1	0	-2,52	-0,84	-1,68	44,207
2 1	1	0	0,37	-0,37	23,258
2 1	1	1,07	1,03	0,04	23,258
2 3	-1	-0,54	0,012	0,55	17,841
5 2	3	0	0,012	-0,01	17,841
1 2	-1	1,61	-0,22	1,83	-22,915
2 3	-1	-1,58	-1,42	-0,16	23,313
3 0	3	0	1,07	-1,07	10,376
0 0	0	0	0,31	-0,31	-3,313

**GALATASARAY CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
3 0	3	-2,89	0,06	-2,95	60,163
3 0	3	0	-2,4	2,4	60,163
1 2	-1	0	0,5	-0,5	-21,66
1 2	-1	-0,56	0,009	-0,569	30,726
1 0	1	-1,61	-0,6	-1,01	24,104
0 3	-3	-1,5	-0,3	-1,2	24,104
2 0	2	0	0,59	-0,59	-21,66
1 1	0	-4,37	-0,8	-3,57	30,726
5 2	3	-2,25	-0,97	-1,28	24,944
1 1	0	-2,27	0,7	-2,97	24,944
0 0	0	-1,94	0,21	-2,15	-14,123
2 3	-1	0,00	-0,41	0,41	-72,316
1 2	-1	-0,72	0,14	-0,86	-48,006
0 2	-2	0	0,07	-0,07	-48,006
1 3	-2	0	-0,22	0,22	-14,123
3 2	1	0	-0,55	0,55	-72,316

**LAZIO UEFA**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
0 3	-3	3,64	1,13	2,51	74,231
3 0	3	-0,19	0,7	-0,89	74,231
1 1	0	-2,13	0,2	-2,33	41,181
2 0	2	-2,17	1,56	-3,73	63,02
2 2	0	-1,72	0,07	-1,79	64,876
2 2	0	0	-0,35	0,35	72,064

**LAZIO CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var. Titolo	Var. Djones	Tit-Djon	Diff rank
3 1	2	-3,55	0,06	-3,61	75,364
1 0	1	-2,16	-2,4	0,24	75,364
2 0	2	-1,27	0,09	-1,36	72,66
2 2	0	-3,16	-0,3	-2,86	56,175
1 2	-1	-2,42	-0,6	-1,82	35,985
0 4	-4	-5,52	-0,6	-4,92	35,985
1 1	0	-2,11	0,95	-3,06	72,66
0 1	-1	-6,1	0,03	-6,13	56,175
1 1	0	0	-0,58	0,58	17,553
3 1	3	0	-0,012	0,012	17,553
1 1	0	0	1,22	-1,22	9,393
2 2	0	2,33	0,56	1,77	-52,566
1 2	-1	-0,14	0,35	-0,49	-11,832
2 1	1	-1,62	-0,26	-1,36	-11,832
1 2	-1	0	-0,15	0,15	9,393
1 3	-2	0	-0,03	0,03	-52,566

**PORTO CHAMPIONS**

Risultato	Diff reti	Var.Titolo	Var.DJSF	Tit-DJSF	Diff rank
1 1	0	-0,29	0,009	-0,299	65,876
1 3	-2	-0,88	-0,3	-0,58	-64,978
2 3	-1	2,13	-0,6	2,73	37,057
1 0	1	0	-0,6	0,6	37,057
2 1	1	-0,6	0,08	-0,68	65,876
1 1	0	0	0,03	-0,03	-64,978
2 1	1	1,81	-1,02	2,83	-19,542
1 1	0	3,56	-0,34	3,9	19,542
2 0	2	-0,29	-0,7	0,41	29,022
2 2	0	-0,29	0,42	-0,71	29,022
0 0	0	-5,88	-0,52	-5,36	-4,381
1 0	1	2,47	-0,75	3,22	-4,381
3 0	3	-4,88	0,06	-4,94	48,022
0 0	0	-1,41	-1,51	0,1	91,397
1 3	-2	0,36	-0,84	1,2	32,458
0 2	-2	0	0,02	-0,02	54,022
0 0	0	-1,85	-0,2	-1,65	54,022
1 0	1	-1,85	-0,16	-1,69	91,397
2 1	1	3,17	0,42	2,75	32,458
1 1	0	-1,43	0,36	-1,79	-7,452
1 3	-2	-3,38	-1,3	-2,08	7,452
2 3	-1	-3,16	0,48	-3,64	53,263
2 3	-1	-1,8	0,3	-2,1	93,512
2 0	2	-1,48	0,11	-1,59	-7,452
0 2	-2	0	0,24	-0,24	7,452
1 1	0	-0,37	-0,09	-0,28	53,263
0 0	0	0,38	0,17	0,21	93,512
0 0	0	0	0,02	-0,02	45,02
0 2	-2	0,77	-0,2	0,97	-14,417
4 1	3	0	0,95	-0,95	56,573
3 1	2	-0,39	0,15	-0,54	56,573
2 0	2	0	-0,12	0,12	45,029
0 0	0	-1,19	0,11	-1,3	-14,417
1 1	0	0,41	0,29	0,12	-10,511
1 2	-1	0	0,85	-0,85	-10,511
1 1	0	0,47	1,22	-0,75	-23,511
1 0	1	0,46	0,56	-0,1	41,316
1 1	0	0,48	0,35	0,13	37,401
2 1	1	-1,86	-0,26	-1,6	37,401
1 4	-3	-3,32	-0,15	-3,17	-23,511
2 0	2	-0,98	-0,03	-0,95	41,316
0 1	-1	-5,24	0,17	-5,41	14,089
1 0	1	-1,13	0,65	-1,78	14,089



**ROMA UEFA**

Risultato	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
4 0	4	23,16	1,29	20,69	89,402
1 1	0	0	0,8	-0,84	89,402
1 0	1	-4,43	0,06	-4,36	76,843
1 1	0	0,73	0,16	0,57	76,843
0 1	-1	0	0,5	-0,54	56,875
2 0	2	-2,67	0,75	3,42	56,875
0 2	-2	-1,77	0,95	-2,71	36,181
2 1	1	-17,76	-0,66	-17,09	36,181
5 1	4	1,35	0,14	1,21	61,476
0 0	0	-0,73	0,65	-1,38	61,476
2 1	1	0,4	0,34	0,1	66,526
1 1	0	-2,37	0,157	-2,53	66,304
1 3	-2	-1,52	-0,22	-1,3	52,179
3 1	2	-0,89	0,24	0,65	66,304
2 1	1	0,83	-0,08		26,039
2 1	1	-0,49	-0,29	0,2	26,039
0 1	-1	-0,04	0,29	0,33	22,07
2 1	1	-0,7	-0,21	-0,5	22,07

**ROMA CHAMPIONS**

Risultati	Diff reti	Var Titolo	Var DJSF	Tit - DJSF	Diff rank
0 2	-2	-0,94	1,08	-2,02	37,231
0 3	-3	-0,6	-0,74	0,14	-67,819
4 0	4	0,1	0,21	-0,11	42,243
1 2	-1	-1,33	-0,41	-0,92	-18,986
1 0	1	0,73	0,14	0,59	32,433
1 1	0	-3,63	-0,27	-3,36	32,433
0 1	-1	-2,37	-0,1	-2,27	42,243
1 0	1	-1,01	-0,55	-0,46	-18,986
0 0	0	-1,66	0,1	-1,76	-16,898
2 0	2	6,72	0,85	5,87	-16,898
2 1	1	0,32	0,26	0,06	-20,81
1 7	-6	-6,25	0,3	-6,55	-20,81
2 0	2	20,26	-0,06	20,32	40,082
0 1	-1	-2,48	-0,5	-1,98	-20,81
2 1	1	-1,34	-0,38	-0,96	51,701
2 2	0	-1,18	-0,6	-0,58	51,701
4 1	3	3,4	0,75	2,65	40,082
1 1	0	-2,79	-0,79	-2	-20,81
2 1	1	-0,21	-0,3	0,09	-11,903
2 1	1	6,9	0,6	6,3	-11,903
0 2	2	-3,4	0,42	-3,82	-26,062
0 1	-1	7,01	-0,13	7,14	-26,062